信用等级公告

联合〔2020〕1914号

联合资信评估有限公司通过对宁夏国有资本运营集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁夏国有资本运营集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，并维持“17宁夏国资MTN001”“19宁夏国资MTN001”“20宁夏国资MTN001”“20宁夏国资MTN002”和“20宁夏国资MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

宁夏国有资本运营集团有限责任公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
宁夏国有资本运营集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20宁夏国资MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20宁夏国资MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20宁夏国资MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19宁夏国资MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17宁夏国资MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20宁夏国资MTN003	13.00	13.00	2023/06/11
20宁夏国资MTN002	6.00	6.00	2023/4/30
20宁夏国资MTN001	1.70	1.70	2023/2/5
19宁夏国资MTN001	5.00	5.00	2022/5/9
17宁夏国资MTN001	10.00	10.00	2020/9/5

注：上述债券不包括超短期融资券，仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月29日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）的国有独资公司，定位为宁夏政府重要的投融资平台和铁路投融资主体，在国有资产运营管理、区域经济地位、政府支持等方面具备综合优势。跟踪期内，供热价格的上涨，带动公司发热供电收入增长；吴忠至中卫城际铁路、银西高铁及中兰铁路持续建设，公司资产规模迅速扩张。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司投资收益对利润总额贡献很大，建设项目未来投资规模大，融资压力较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。

未来，随着对控股子公司的统一调配和资本运作进一步加强，公司资产和运营规模有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持宁夏国有资本运营集团有限责任公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17宁夏国资MTN001”“19宁夏国资MTN001”“20宁夏国资MTN001”“20宁夏国资MTN002”和“20宁夏国资MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **政府支持力度大。**宁夏政府通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资，对公司提供了强力支持。2019年公司收到的股东资本金2.00亿元。
2. **业务多元化，行业地位较高。**公司业务涵盖煤炭能源、铁路运输、电力、水利等多个领域，在自治区经济建设中有较高地位，是宁夏铁路建设投融资主体。
3. **盈利能力提升。**受益于公司各板块收入的上涨，2019年，公司营业收入同比增长17.15%，综合毛利率同比增加2.73个百分点。
4. **公司债务负担较轻。**公司财务杠杆较低，融资渠

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	6
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为 2016－2018 年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张文选　张 超　石梦遥
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

道畅通。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.39%、30.50%和 23.86%。

关注

1. **公司收入规模不大，投资收益对利润总额贡献很大，整体盈利水平不高。**2019年，公司投资收益为11.01亿元，占利润总额的75.67%。
2. **公司存在较大的对外融资需求。**公司相关建设项目未来投资规模大。截至2020年3月底，公司重点项目尚需投资30.37亿元。
3. **公司实收资本中股权占比较高，货币出资比例较低。**截至2020年3月底，货币出资占实收资本的比例为26.87%。
4. **近期国际原油价格下跌，对主要参股公司国家能源集团宁夏煤业有限责任公司煤化工业务影响大。**2020年一季度，国家能源集团宁夏煤业有限责任公司实现营业收入和利润总额分别为72.66亿元和4.62亿元，同比分别下降19.42%和36.28%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	51.35	108.49	98.06	102.71
资产总额（亿元）	621.70	737.72	770.22	782.07
所有者权益（亿元）	361.63	434.43	459.94	466.17
短期债务（亿元）	34.73	48.73	58.59	58.51
长期债务（亿元）	114.99	141.70	139.66	146.11
全部债务（亿元）	149.72	190.43	198.25	204.62
营业收入（亿元）	42.71	49.56	58.06	14.76
利润总额（亿元）	10.14	13.06	14.55	3.57
EBITDA（亿元）	20.52	25.35	27.78	-
经营性净现金流（亿元）	12.14	10.04	13.70	0.26
营业利润率（%）	16.57	18.50	21.25	24.55
净资产收益率（%）	2.55	2.78	2.87	--
资产负债率（%）	41.83	41.11	40.28	40.39
全部债务资本化比率（%）	29.28	30.48	30.12	30.50
流动比率（%）	86.56	176.80	182.57	194.31
经营现金流动负债比（%）	12.12	11.43	17.27	0.33
全部债务/EBITDA（倍）	3.82	4.05	4.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.30	7.51	7.14	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	297.23	366.56	419.23	405.61
所有者权益（亿元）	252.41	306.52	321.38	325.16
全部债务（亿元）	25.16	39.72	43.06	43.32
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.22	0.04
利润总额（亿元）	13.50	10.28	11.29	1.73
资产负债率（%）	15.08	16.38	23.34	19.83
全部债务资本化比率（%）	9.06	11.47	11.82	11.76
流动比率（%）	55.38	312.21	141.17	180.16
经营现金流动负债比（%）	1.26	2.24	32.46	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；合并口径数据将应付债券中的短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁和售后回租费用计入长期债务；，2020 年一季度未作调整；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 宁夏国资 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/5/27	张文选 张超 石梦遥	联合资信一般工商企业信用评级方法/模型 (v3.0.2019.07)	阅读全文
20 宁夏国资 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/4/13	张文选 张超 石梦遥	联合资信一般工商企业信用评级方法/模型 (v3.0.2019.07)	阅读全文
20 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/1/13	张文选 张超 石梦遥	联合资信一般工商企业信用评级方法/模型 (v3.0.2019.07)	阅读全文
19 宁夏国资 MTN001/ 17 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/10	张文选 张超 柳丝丝	工商企业信用评级方法总论（2018 年）	阅读全文
19 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/12/19	张文选 张超 柳丝丝	联合资信主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文
17 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/7/12	张文选 柳丝丝 张超	联合资信主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文
17 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/8/23	柳丝丝 张超	联合资信主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司
2020年跟踪评级报告

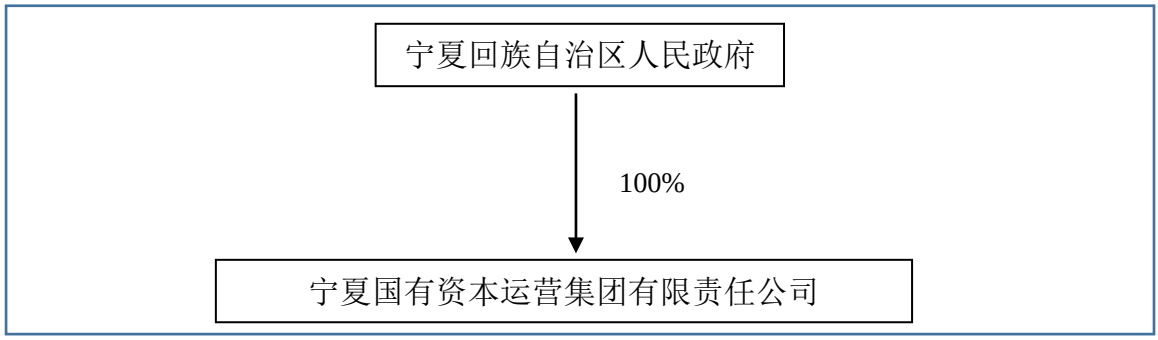
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司原名宁夏国有投资运营有限公司，成立于 2009 年 9 月，出资人为宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）；2015 年 1 月 8 日，公司更为现名，出资人由宁夏国资委变更为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本金为 300 亿元，实收资本为 300 亿元；宁夏政府持有公司 100%股份，为公司实际控制人。公司为宁夏自治区级最大的投融资企业和铁路建设的投融资主体。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围为：投资及相关业务；政府重大建设项目投融资；先进制造业、现代服务业和高新技术产业项目的投资与运营；国有股权持有与资本运作；国有资产及债权债务重组；财务顾问和经济咨询业务；经审批的非银行金融服务业项目的运作；经批准的国家法律法规禁止以外的其他资产投资与运营活动等。

公司本部设综合办公室（董事会办公室）、资本运营部、规划发展部（研究中心）、经营管理部、财务部（资金结算中心）、法务审计部、铁路事业部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2020 年 3 月底，公司共有全资、控股子公司 11 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 770.22 亿元，所有者权益合计 459.94 亿元（含少数股东权益 147.76 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 58.06 亿元，利润总额 14.55 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 782.07 亿元，所有者权益合计 466.17 亿元（含少数股东权益 148.68 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 14.76 亿元，利润总额 3.57 亿元。

公司注册地址：宁夏银川市金凤区广场东路 219 号；法定代表人：刘日巨。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

联合资信受托所评公司存续期内债券情况具体如表 1。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	起息日	到期兑付日	募集资金用途
20 宁夏国资 MTN003	13.00	2020/6/11	2023/6/11	全部用于偿还金融机构借款
20 宁夏国资 MTN002	6.00	2020/4/30	2023/4/30	全部用于偿还金融机构借款
20 宁夏国资 MTN001	1.70	2020/2/5	2023/2/5	全部用于偿还金融机构借款
19 宁夏国资 MTN001	5.00	2019/5/9	2022/5/9	全部用于偿还金融机构借款
17 宁夏国资 MTN001	10.00	2017/9/5	2020/9/5	5 亿元用于铁路项目建设，5 亿元用于偿还金融机构借款

资料来源：Wind，联合资信整理

公司存续债券相关募集资金已按照规定用途使用完毕。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券“19 宁夏国资 MTN001”和“17 宁夏国资 MTN001”的利息。

四、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产

投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政

策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发

展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济分析

公司主营业务以发电供热、铁路运输等为主；公司主要投资收益来源于国家能源集团宁夏煤业有限责任公司，主要以煤炭的生产与销售为主。

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 58%，大幅高于 27%的世界平均水平[1]。“以煤为主”的

幅高于 27%的世界平均水平[2]。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015 年，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，2012 年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩

[1]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据
[2]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据

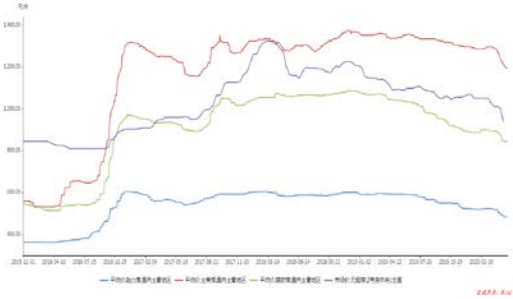
行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002-2011年行业的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，2012—2015年，煤炭价格步入深度调整阶段。据WIND资讯统计，截至2015年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至2016年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨，分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤平均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

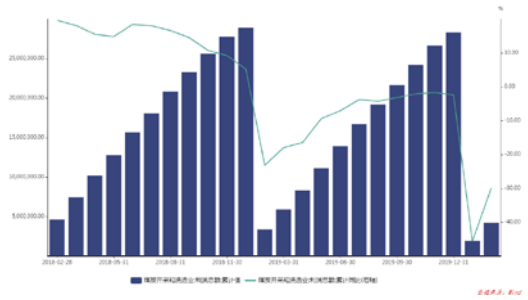
2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业

收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3　2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019 年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019 年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 2830.30 亿元，同比下降 2.40%。2020 年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 421.10 亿元，同比下降 29.90%。

2.　行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019 年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019 年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故 66 起，共造成 103 人死亡。2019 年 7 月以来，四川、贵州、河北等地接连发生 3 起较大瓦斯爆炸事故及 1 起较大冲击地压事故。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，用煤旺季始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016 年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至 2019 年底，中国全口径发电设备装机容量 20.11 亿千瓦，其中，非化石

能源发电装机占比约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的31.13%，同比增长1.54个百分点。

3. 行业展望

历经2002—2011年的快速发展期和2012—2015年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

（二）电力行业

1. 行业概况

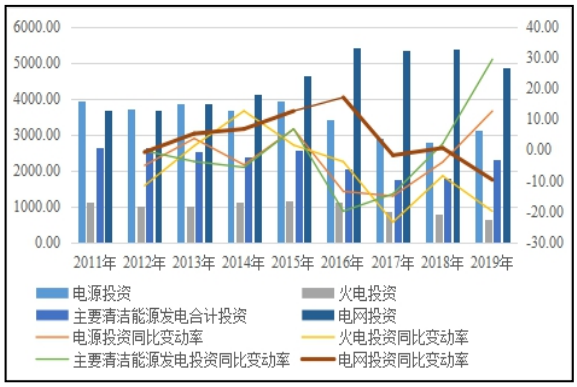
中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联统计数据[3]，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。

[3] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

图4 近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

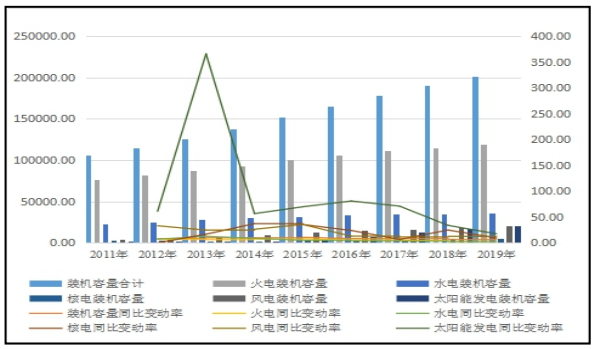


资料来源：中电联，联合资信整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。

图5 近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）



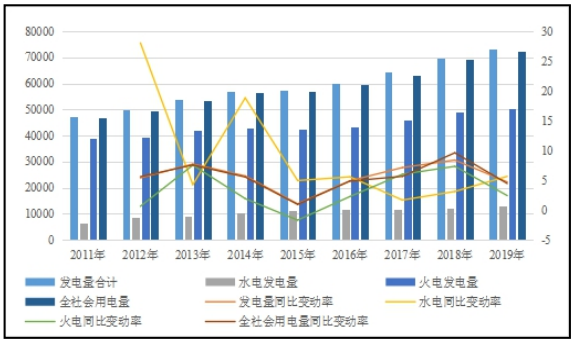
资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会

用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。

图6　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。

2. 行业关注及政策调整

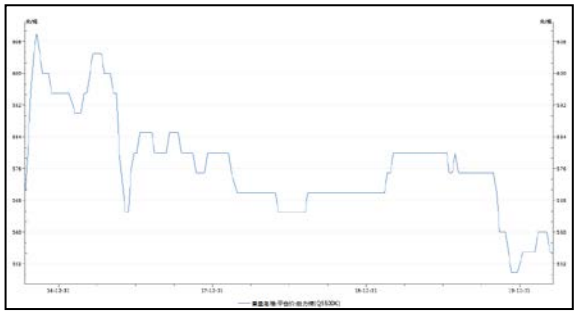
煤炭价格持续高位盘整加剧火电企业经营压力；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

(1) 煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在560元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图7　秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于 2019 年 5 月 21 日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号），并于 2019 年 7 月 1 日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019 年 I~IV 类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元和 0.52 元；2020 年将分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018 年之前核准，但 2020 年底前仍未完成并网的项目以及 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准，但 2021 年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021 年 1 月 1 日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019 年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年将调整为每千瓦时 0.75 元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对 2018 年底前已核准，且在 2021 年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022 年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，现行燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658 号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》将于 2020 年 1 月 1 日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020 年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，现行煤电价格联动机制将不再执行。

《指导意见》的实施将一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，煤炭成本持续

高位盘整，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革将进一步压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019 年 1 月，国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出 2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元。其中，5 亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目）按 10 亿元补贴总额组织项目建设。2020 年 3 月 12 日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及 2019 年 12 月底完成全部机组并网的风电项目、2017 年 7 月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和 2019 年光伏竞价项目并网时间可延长至 2019 年 12 月底）以及 2018 年 1 月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

(4) 限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。

3. 行业展望

根据中电联发布《2019－2020年度全国电力供需形势分析预测报告》，未来电力行业建设将主要围绕以下三方面展开：

（1）**多措并举，提升电力高质量可持续保供能力。**包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

（2）**协调发展，提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源

供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

（3）**政策引导，促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

（三）铁路运输行业

1. 行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。

中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

从铁路建设方面看，2019 年，全国铁路固定资产投资完成 8029 亿元，投产新线 3038 公里，其中高速铁路 8489 公里。

路网规模上，2019 年，全国铁路营业里程达到 13.9 万公里以上。其中，高速铁路营业里程达到 3.5 万公里。全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里，较上年底增加 8.6 公里/万平方公里。其中，复线里程 8.3 万公里，同比增长 15.28%，复线率 59.0%，较上年底高 1.0 个百分点；电气化里程 10.0 万公里，同比增长 8.7%，电化率 71.9%，较上年底提高 1.9 个百分点。西部地区铁路营业里程 5.6 万公里，同比增加 0.3 万公里，增长 5.66%。

2019年，全国铁路货运总发送量完成43.89亿吨，同比增加11.98亿吨，同比增长37.54%。其中，国家铁路34.40亿吨，同比增长7.8%，其中集装箱、商品汽车发送量分别同比增长30.4%、12.3%。全国铁路货运总周转量完成30181.95亿吨公里，同比增长4.3%。其中，国家铁路27009.55亿吨公里，同比增长4.7%。

2019 年，全国铁路机车拥有量为 2.2 万台，较上年底增加 0.1 万台。其中，内燃机车占 36.9%，较上年底下降 1.05 个百分点，电力机车占 63.0%，较上年底提高 1.7 个百分点。全国铁路客车拥有量为 7.6 万辆，较上年底增加 0.3 万辆。其中，动车组 3665 标准组、29319 辆，较上年底增加 409 标准组、3271 辆。全国铁路货车拥有量为 87.8 万辆。

2019 年，国家铁路能源消耗折算标准煤 1634.77 万吨，同比增加 10.57 万吨，同比增长 0.7%。单位运输工作量综合能耗 3.94 吨标准煤/百万换算吨公里，同比减少 0.13 吨标准煤/百万换算吨公里。单位运输工作量主营综合能耗 3.84 吨标准煤/百万换算吨公里，同比减少 0.03 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 0.88%。

（四）区域经济发展概况

宁夏经济欠发达、总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后。

根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2019 年，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值 3748.48 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.5%，全国排名 29 位。其中，第一产业增加值 279.93 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 1584.72 亿元，同比增长 6.7%；第三产业增加值 1883.83 亿元，同比增长 6.8%。

2019年，宁夏全年全区固定资产投资（不含农户）同比下降10.3%。分领域看，制造业投资同比增长10.8%；工业技术改造投资同比增长17.2%；基础设施投资同比下降11.2%，降幅比上年收窄12.3个百分点；房地产开发投资同比下降10.3%，降幅比上年收窄20.8个百分点。制造业投资占全区工业投资的比重由上年的53.6%提高到61.8%；六大高耗能工业投资占全区工业投资的比重由上年的66.1%下降到

63.4%。

据财政部门统计显示，2019 年宁夏全区完成一般公共预算总收入 747.76 亿元，同口径同比增长 6.6%。其中，地方一般公共预算收入 423.55 亿元，同口径同比增长 7.2%。同期，全区城镇常住居民人均可支配收入 34328 元，名义同比增长 7.6%；农村常住居民人均可支配收入 12858 元，名义同比增长 9.8%。

六、公司基础素质与管理分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本金为 300 亿元，实收资本金为 300 亿元，宁夏政府持有公司 100%股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司专门从事国有资产投资和资本运作，行业地位较高，股东背景良好。公司旗下有多家经营不同业务的并表、全资子公司，业务较为多元，有利于分散经营风险。

经过多年的发展，公司不断调整发展战略、创新体制机制、调整组织架构、重构管控体系、优化资产结构、整合投融资业务，目前已成为具有一定资产规模、在自治区经济建设中有较高地位的国有投资控股公司。

全资及控股子公司

截至 2020 年 3 月底，公司共有并表全资、控股子公司 11 家（见附件 1-3），包括：宁夏中煤实业有限公司（以下简称“中煤实业”）、宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）、宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）、宁夏煤炭勘察工程有限公司（以下简称“煤炭勘察”）、宁夏共赢投资有限责任公司（以下简称“共赢投资”）、宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）、宁夏西部创业实业股份有限公司（以下简称“西部创业”）、宁夏高铁综合开发有限责任公司（以下简称“宁夏高铁开发”）、宁夏再担保集团有限公司（以下简称“再担保公司”）、国运租赁（天津）股份有限公司（以下简称“国运租赁”）和宁夏国运基金管理有限责任公司（以下简称“宁国运基金”）。公司子公司宁夏宁东铁路股份有限公司（以下简称“宁东铁路”，现为三级子公司），宁夏电投和宁夏水投分别负责铁路运输、发电供热业务、供水业务及工程施工业务，是公司主要收入来源。

主要参股公司

公司投资收益对利润总额的贡献很大，投资收益主要通过对参股公司的投资实现，重点参股公司的经营状况和盈利水平对公司利润有重大影响。截至 2020 年 3 月底，公司 7 家重要的参股企业，包括：宁夏国大药房连锁有限公司（以下简称“国大药房”）、国家电投集团宁夏能源铝业有限公司（以下简称“国电投铝业”）、中色（宁夏）东方集团有限公司（以下简称“中色东方”）、国药控股宁夏有限公司（以下简称“国药控股”）、国家能源集团宁夏煤业有限责任公司（原名“神华宁夏煤业集团有限公司”，以下简称“宁夏煤业公司”）、宁夏国际招标咨询集团有限公司（以下简称“国际招标”）以及宁夏香渔大饭店有限责任公司。

表 3　截至 2020 年 3 月底主要参股公司

公司名称	持股比例(%)
宁夏国大药房连锁有限公司	30.00
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	23.95
中色（宁夏）东方集团有限公司	40.00
国药控股宁夏有限公司	27.29
国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	49.00
宁夏香渔大饭店有限责任公司	28.50
宁夏国际招标咨询集团有限责任公司	34.00

资料来源：公司提供

宁夏煤业公司是国家能源投资集团有限责任公司的控股子公司，是国家级重点开发区—宁东能源化工基地建设的主体，承担着国家亿吨级煤炭基地和世界级现代煤化工基地建设重任。宁夏煤业公司经营范围涉及煤炭开采洗选、煤化工、煤炭深加工及综合利用、发电、机械

制造与维修等，主营业务为煤炭开采洗选和煤化工。

3. 竞争优势及政府支持

宁夏政府通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资，给公司提供了强力支持；公司合作伙伴多为国有大型企业，抗风险能力强。

公司作为国有独资企业，直接受宁夏政府指导和管理，对下属子公司企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控能力。公司控股和参股的大型企业及行业集中在铁路、运输、电力、煤炭、有色金属、供水、工程施工等行业产业，合作伙伴多为诸如国家能源投资集团有限责任公司、中国有色矿业集团有限公司及中国电力投资集团公司等国有大型企业，战略合作伙伴实力强，具有很强的市场掌控能力和抗风险能力。同时，公司原股东宁夏国资委代表宁夏政府行使出资人权利，对公司逐年进行增资，将持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司。公司作为宁夏政府重要的投融资平台，获得政府支持力度大。2015 年以来，公司子公司宁夏铁投承担铁路建设任务，宁夏政府对宁夏铁投投资建设铁路项目的支持力度较大。

近年来，宁夏政府不断通过资金、资产划拨的方式对公司进行注资，公司收到的股东资本金规模较大，2019 年，根据《宁夏国有资本运营集团有限责任公司第一届董事会第 29 次会议决议》，公司以未分配利润 5 亿元转增实收资本，并且获得政府资本金注入 2 亿元。2020 年一季度，公司无实收资本增加。

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

七、公司经营

1. 经营概况

公司业务涵盖了发电供热、铁路运输、供水业务、工程劳务板块。2019 年，公司收入规模和综合毛利率持续增长。

2019 年，公司主营业务收入 58.06 亿元，呈增长趋势，同比增长 17.15%。收入构成方面，公司主营业务以发电供热、铁路运输、供水业务和工程劳务为主，2019 年收入占比分别为 36.96%、12.55%、15.85%和 27.62%。各板块收入趋势方面，2019 年，发电供热收入同比增长主要系供热价格上涨所致。2019 年，受运量持续上升的影响，铁路运输业务继续保持增长趋势。2019 年，受结算量增长和已完工项目合同外结算收入较多的影响，工程劳务板块收入同比大幅增长 25.80%。受益于供水量和水价的增加，2019 年，供水业务持续性增长，对公司收入形成有利支撑。公司其他业务主要为租赁业务、供应链业务、代理招标业务、煤炭勘察业务、小额贷款业务、再担保业务等，收入占比较小。

2019 年，公司主业的综合毛利率为 22.53%，同比增加 2.73 个百分点，主要系发电供热板块和工程劳务板块毛利率提升所致。从各板块看，2019 年，公司发电供热业务的毛利率上升至 22.30%，主要系供热价格上调所致。2019 年，受运量上升的影响，单位摊销成本下降，铁路运输的毛利率毛利率提升至 30.61%。2019 年，受新并入吴忠、盐池水务公司毛利率较高的影响，公司供水业务的毛利率提升至 32.80%；2019 年，受已完工项目合同外结算收入较多的影响，工程劳务板块毛利率有所上升。

表 4 公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电供热	11.79	27.60	13.14	19.42	39.19	18.73	21.46	36.96	22.30	8.93	60.50	23.91
铁路运输	5.27	12.34	34.26	5.94	11.98	24.49	7.29	12.55	30.61	1.99	13.49	37.65
供水业务	7.07	16.56	31.41	7.52	15.18	26.06	9.20	15.85	32.80	1.46	9.92	27.14

工程劳务	14.42	33.78	3.08	12.75	25.72	5.79	16.04	27.62	6.00	1.14	7.74	9.32
其他	4.15	9.72	36.01	3.93	7.93	51.36	4.08	7.03	51.14	1.23	8.35	30.99
合计	**42.71**	**100.00**	**17.60**	**49.56**	**100.00**	**19.80**	**58.06**	**100.00**	**22.53**	**14.76**	**100.00**	**25.54**

注：其他主营业务主要包括煤炭勘察、招投标、小额贷款等；2019年发电供热板块收入包含板块内部其他收入，2017年和2018年发电供热板块收入为主营业务收入
资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 14.76 亿元，同比增长 1.34%，保持稳定；受益于供热价格的上升，发电供热板块收入比重同比有所上升，；受新冠疫情的影响，供水业务和工程劳务的收入比重同比所有下降；同期的综合毛利率为 25.54%，较 2019 年有所上升，主要系发电供热、铁路运输和工程劳务的毛利率上升所致；其中发电供热板块毛利率较 2019 年底增加 1.61 个百分点，主要系供热面积增加所致；铁路运输板块在控制成本的基础上，运量和利润都有所增加，毛利率较 2019 年底增加 7.04 个百分点；工程劳务板块毛利率较 2019 年底增加 3.32 个百分点，主要系已完工项目合同外结算收入较多所致。

2. 发电供热业务

2019 年，随着公司供热面积的增加和供热价格上涨的影响，发电供热业务收入快速增长；公司风力发电和太阳能发电的收入所有下降。

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投下辖的宁夏电投银川热电有限公司（以下简称“银川热电”）和宁夏电投西夏热电有限公司（以下简称“西夏热电”）两家子公司。

2019 年，公司发电供热业务收入 21.10 亿元[4]。2019 年，受供热面积的增加和供热价格上涨的影响，公司发电供热收入 21.10 亿元，同比增长 8.65%。从收入构成来看，2019 年，火电业务为发电及供热板块主要收入来源，收入占比为 54.97%，供热业务占比 34.41%，风电业务收入占比 8.83%。2020 年 1—3 月，发电及供热板块实现收入 8.93 亿元，较上年同期增长 7.28%，主要系西夏二期投入使用后，火力发电和供热业务收入增加所致。

[4]发电供热板块与审计报告不符原因：2019 年审计报告核算了宁夏电投 2019 年全部收入及成本（含其他业务收入）

表 5 发电供热业务收入构成(单位：万元)

收入构成	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
火力发电	50768	111619	115969	35052
风力发电	17363	21659	18638	5835
太阳能发电	3659	4085	3768	949
供热	46084	56872	72608	47447
合计	**117874**	**194235**	**210983**	**89283**

资料来源：公司提供

火力发电与供热

截至 2020 年 3 月底，公司拥有发电机组 4 台，总装机容量 110 万千瓦，包括 2 台装机容量为 20 万千瓦的机组（西夏热电）和 2 台装机容量为 35 万千瓦的机组（西夏热电二期），供热面积达 3321 万平米。其中，西夏热电二期项目于 2018 年 2 月投产。

受装机容量小、能耗大，靠近城市核心区等问题影响，按照《银川市 2018 年蓝天工程实施方案》要求，2018 年，银川热电厂停止生产，相关的发电上网指标通过挂网方式按年进行转让。

表 6 西夏热电部分热电生产、销售指标

西夏热电-指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
发电量(亿千瓦时)	19.80	49.92	51.67	17.04
上网电量(亿千瓦时)	17.53	45.62	47.15	15.33
平均设备利用小时数（小时）	4949	4961	4698	1549
平均上网电价(元/千瓦时，含税)	0.266	0.266	0.266	0.258
厂用电率(%)	10.69	8.62	8.73	10.04
单位供电煤耗(克/千瓦时)	309.44	311.80	298.81	231.34

资料来源：公司提供

2019 年，西夏热电累计发电量和上网电量分别为 51.67 亿千瓦时和 47.15 亿千瓦时，较 2018 年分别增长 3.51%和 3.35%，基本保持稳定。2019 年，西夏热电平均上网电价为 0.266 元/千瓦时（含税），较 2018 年一致；发电设备

平均利用小时数为 4698 小时；厂用电率为 8.73%，单位供电煤耗为 298.81 克/千瓦时，公司的发电成本小幅下降。

2020 年 1—3 月，西夏热电累计完成发电量和上网电量分别为 17.04 亿千瓦时和 15.33 亿千瓦时，同比下降 6.78%和 7.87%，主要系疫情影响工业用电量下降所致。供电平均价格为 0.258 元/千瓦时（含税）；单位供电煤耗为 231.34 克/千瓦时，煤耗情况较 2019 年有所下降，主要受一季度为供暖季，发电机组的整体利用率较高以及公司切岗改造及加热器增容等改造项目完成综合影响。

表 7　公司煤炭采购情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
煤炭采购总量（万吨）	137.68	303.28	307.82	110.90
煤炭采购总平均价格（元/吨）	318.18	314.65	299.62	305.98

注：公司煤炭采购量折合为标煤
资料来源：公司提供

在原材料采购方面，发电主要原材料为煤炭（电煤/标煤），2019 年，公司折合成标煤采购量为 307.82 万吨，采购量保持稳定；同期采购均价为 299.62 元/吨。电煤外部采购采取合同采购方式，主要运输方式为公路运输，主要供应方为宁夏煤业公司、宁夏盛兴工贸有限公司等。2019 年公司通过宁夏煤业公司的采购量在总煤炭采购量中占比 46.49%，对其依赖程度高。采购价格方面，2018 年以后，受宁夏区内供应紧张影响，宁夏放开了煤炭省外采购的限制，煤炭采购成本有所下降。2020 年 1—3 月，采购煤炭的成本进一步小幅上升，主要系疫情影响运输价格上涨所致。

供热业务方面，公司主要为银川市居民及企事业单位提供冬季采暖供热服务，供热区域为银川市西夏区、金凤区及兴庆区，业务具有较强的区域专营性。截至 2019 年底，公司供热能力达到 2336 万吉焦/年。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司热电供热量有所增长，分别为 1352.81 万吉焦和 817.46 万吉焦，其中居民供热量分别为 894.60 万吉焦和 392.04 万吉焦。在供热费收取方面，2019 年，公司供热价格有所上调，根据银川市发改委《关于调整银川市城市供热价格的通知》（银发改发〔2019〕311 号）文件，公司向客户收取的收费标准为：居民住宅 4.9 元/平方米•月；办公楼 6.9 元/平方米•月；商业用房 7.8 元/平方米•月。

公司供热业务成本主要为煤炭采购成本，其他为人工费用、设备维护保养及维修成本等。在煤炭采购成本方面，公司煤炭统一采购，供应商为宁夏煤业公司。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司平均供热成本分别为 33.81 元/吉焦和 35.47 元/吉焦，受煤炭成本下行和供热面积增长的影响，公司供热成本整体下降。

风力发电

公司从事风力发电的经营主体为宁夏电投下属的宁夏电投太阳山风力发电有限公司（以下简称“太阳山风电”）和宁夏电投灵武风力发电有限公司（以下简称“灵武风电”）两家子公司，自 2012 年 2 月，太阳山风力发电厂建成后，公司的风力发电业务正式开展。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司风电累计完成发电量分别为 4.65 亿千瓦时和 1.30 亿千瓦时；截至 2020 年 3 月底，风电权益装机容量为 24.95 万千瓦，拥有风机 149 台。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司风电平均上网电价为 0.55 元/千瓦时和 0.54 元/千瓦时。

跟踪期内，公司无新风电机组投产。

太阳能发电

公司太阳能发电业务的运营主体为宁夏电投的全资子公司宁夏电投太阳山光伏发电有限公司（以下简称“太阳山光伏”）。太阳山光伏成立于 2009 年 12 月底，由宁夏电投和尚德能源工程有限公司共同出资组建（宁夏电投持股 51%），后经一系列增资和股权转让，由宁夏电投 100%持股。截至 2020 年 3 月底光伏电站的总装机容量为 3 万千瓦。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司光伏发电累计完成发电量分别为

4324 万千瓦时和 1066 万千瓦时；平均上网电价为 1.03 元/千瓦时和 1.01 元/千瓦时。

太阳山光伏的机组投产状况：随着一期 1 万千瓦项目于 2011 年 1 月竣工，该公司正式由基建期转入生产经营期，根据《关于宁夏电力投资集团公司太阳山 10MWp 光伏并网电站项目核准的批复》（宁发改能源〔2009〕454 号）文件，一期项目的核准电价为 1.15 元/千瓦时；二期 2 万千瓦项目已于 2014 年 3 月投入运营，核准电价为 1.00 元/千瓦时。

3. 铁路运输业务

公司铁路运输业务在宁夏地区具有较强的区域垄断优势和盈利能力，2019 年，随着货物运输量增加，铁路运输业务持续增长。

公司铁路运输业务的运营主体为三级子公司宁东铁路（为公司控股二级子公司西部创业的全资子公司）。公司铁路运输业务的服务对象为宁夏宁东能源化工基地内的大型煤矿、化工和电力企业，主要运输货物为煤炭，当前运营线路全长 300 公里，包括自有铁路和客户专用线两部分。营业收入来源于运费、杂费、代维代管费，作为地方铁路，铁路运输价格由宁夏回族自治区物价局核定。

宁东铁路主要运营线路为西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，形成一横两纵的路网布局，一横是大坝—古窑子—鸳鸯湖—梅花井，两纵分别是临河工业园 A 区—古窑子—枣泉、上海庙—配煤中心—鸳鸯湖—红柳；运输主要货品包括煤炭、油品、煤化工产品等。其中，煤炭运输占到货运总量的 90%，主要负责宁夏煤业公司等煤炭企业的产品运输。截至 2020 年 3 月底，宁东铁路运营铁路全长 300 公里，拥有内燃机 23 台、轨道车 3 台，自备敞车 1582 辆（其中自有 745 辆、统管 837 辆），具备内燃机车辅修和车辆段修能力。铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平较高。

宁东铁路是地方自营铁路，该项业务在宁夏地区具有较强的区域垄断优势和盈利能力。2019 年，公司铁路运输业务收入为 7.29 亿元。2019 年，公司完成铁路运量 4905 万吨，同比增长 8.98%，主要系开通灵武陆港焦炭运输业务，增加西夏热电煤炭运量，转化枣泉电厂、大唐电厂汽车运量，扩大集装箱运输等业务，新增运量 150 万吨所致；围绕蒙煤进宁，协调上游增加装车点，扩大下游需求，完成运量 850 万吨，同比增长 37.39%。2020 年 1－3 月，公司完成铁路运量 1300.25 万吨，同比增长 2.27%；2020 年 1－3 月，铁路运输板块毛利率为 37.65%。

宁东铁路西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，与宁夏煤业公司等重点煤炭生产企业的合作，将宁夏煤业公司开采的煤炭从西北地区输送出去，运往西南、东南地区。宁东铁路的市场份额较为稳定，主要由于中国目前矿产及煤炭资源分布不均，而东南沿海等区域对该类资源供应长期处于短缺状态，其对西部地区矿产及煤炭资源依赖较为严重。

在收费模式和收费价格方便，跟踪期内无变化。

表 8　公司主要货运业务指标(单位：万吨、万吨公里)

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
货物运输量	3785	4501	4905	1300
--其中：煤炭	3471	4094	4493	1178
换算周转量	196411	209860	231967	65595

资料来源：公司提供

采购和销售

原材料采购方面，机车用油为公司主要的原材料，另有部分钢轨、轨枕的采购。2019 年，消耗机车用油的成本占营业成本的 12.64%。从供应商情况来看，宁东铁路所用的机车用油主要采购自中铁物资西安有限公司（采购约占总量的 80%），采购集中度高；由于单次采购量大，公司的采购价格在市价基础上可获取一定折扣，结算方式为现金预付款，一定程度占用了公司营运资金。

宁东铁路主要客户为宁东地区的煤炭生产

企业及部分发电厂。跟踪期内，宁夏煤业公司占公司铁路运输业务收入比重在 50%以上，业务集中度高。在结算方面，宁夏煤业公司作为公司最核心客户，具有较强的议价能力，结算方式采用银行票据结算，账期通常在 1 个月左右；其他客户通常采取预付款和协议单位定期付款相结合的模式，以银行转账方式或现金结算。整体看，铁路运输业务的现金获取能力较强。

4. 工程劳务业务

公司在水利水电业务承包方面具备良好的资质， 2019 年，公司工程劳务新签合同金额大幅增长。

公司工程业务的运营主体主要为宁夏水投的子公司宁夏回族自治区水利水电工程局（以下简称“工程局”），主要从事水利施工及房屋建筑领域的工程服务。

工程局主要通过市场公开招投标方式进行工程业务承揽。在回款方面，在签订合同之后，业主预先支付一定比例的预付款；在项目建设过程中，按照完工百分比要求业主支付项目进度款。项目完全结算之后，按照国家相关规定预留 5%~10%的工程款作为质量保证金，质量保证金预留的时间因项目而异，通常为 1~2 年。

2019 年，公司新签合同金额 17.05 亿元，较 2018 年大幅增长 107.67%，主要系新增银川都市圈城乡东线供水工程合同所致，该项目总投资 15.81 亿元。2019 年主要在建工程为中卫市河北地区城乡供水工程、中卫市第三污水处理厂及集污管网工程、长城供水工程二期建设（水源、净配水工程）、银川都市圈城乡东线供水工程、银川市滨河新区及灵武城乡供水工程等项目。

表 9 近年新签合同情况(单位：万元、个)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新签合同金额	181800	82074	170530	21811
新签合同数量	51	48	67	8
在建金额	221311	194630	105160	102060

资料来源：公司提供

5. 供水业务

受宁夏地区用水需求增长、公司供水范围扩张的影响，跟踪期内公司供水量逐年大幅增长，带动供水业务收入持续增长。

公司供水业务的运营主体主要为宁夏水投下属的宁夏宁东水务有限责任公司（以下简称“宁东水务”）、宁夏长城水务有限责任公司（以下简称“长城水务”）、宁夏太阳山水务有限责任公司、宁夏水投中源水务有限公司、宁夏六盘山水务有限公司、宁夏水投中宁水务有限公司、宁夏水投中卫水务有限公司等子公司。

公司供水业务包括制水和供水两个环节，截至 2020 年 3 月底，公司拥有 43 家供水厂，供水能力合计达到 187.18 万立方米/日，管网长度 6199 公里。近年来，随着宁夏自治区的经济发展，用水需求持续增长，加之公司加大供水范围的扩张力度，区域内的供水普及率不断增长，促进了公司售水量的稳步增长。

表 10 截至 2020 年 3 月公司供水厂情况

运营主体	供水厂	供水能力（万立方米/日）	服务范围
宁夏宁东水务有限责任公司	宁东一供水厂；宁东二供水厂、宁东绿化泵站	100.00	宁东能源化工基地
宁夏长城水务有限责任公司	上海庙、红墩子能源化工基地供水厂	20.00	上海庙能源化工园区、宁东能源化工基地、滨河新区
宁夏太阳山水务有限责任公司	太阳山供水厂；金积水厂	13.60	盐池县城乡、太阳山工业园区、金积工业园区
宁夏水投中源水务有限公司	海原新区一水厂、二水厂；海原县一二供水厂；同心东部综合供水厂；同心一二供水厂；同心西部小洪沟、窑山、窑山扩建、王团扩建、旱天岭一、二水厂、合合山、麻疙瘩、大郎顶水厂	9.18	中卫市海原县、海源新区；吴忠市同心县及周边

宁夏水投中宁水务有限公司	中宁一水厂；中宁二水厂	4.00	中宁县城、河南六乡镇、中宁工业园区
宁夏六盘山水务有限公司	六盘山二水厂、南郊水厂、五里山水厂、河丘水厂	15.00	固原市区 、原州区人饮、西吉县县城及人饮、彭阳人饮
宁夏水投红寺堡水务有限公司	红寺堡中心供水厂；红寺堡鲁家窑水厂；红寺堡新庄集水厂；红寺堡乌沙塘水厂；红寺堡周新水厂；红寺堡马渠水厂	6.80	红寺堡城乡
宁夏水投银川水务有限公司	银川水务纺织园区水厂	0.60	宁夏贺兰县军民融合产业园、兴庆区农业高新科技智慧产业示范园
宁夏水投平罗水务有限公司	平罗河东水厂	2.50	宁夏平罗县红崖子精细化工业园区
宁夏水投盐池水务有限公司	萌城水厂、王记圈水厂、骆驼井水源地	1.5	盐池县城乡
宁夏吴忠水务有限公司	吴忠一水厂、吴忠二水厂、吴忠三水厂	12.00	吴忠市城区
宁夏水投中卫水务有限公司	河南水厂	2.00	中卫市周边农村
合计	--	**187.18**	--

资料来源：公司提供

自来水销售

2019 年，公司售水量呈现增长态势，以工业供水为主，居民供水和商业供水占比均不大。

表 11　公司售水情况(单位：万立方米、元/千立方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
售水量	26737	26838	310777	57372
其中：居民	2243	3995	57493	10126
工业	20997	19391	194207	40621
其他	3497	3452	59077	6625
平均售水收入	2648	2728	2797	2273

资料来源：公司提供

自来水定价方面，供水行业具有一定社会公益特征，行业发展很大程度上受制于政府对水务行业的投资建设计划和主导发展力度，因此各地政府对水费的调节实行严格管理。涉及居民用水水费的价格调节，必须严格执行相关规定，从调价建议的提出到调价的实施需通过听证、审批等周期性较长的程序，公司对定价的自主性较弱。

6. 铁路建设

公司是宁夏铁路建设融资平台和项目建设主体，负责宁夏境内 10 条铁路的建设，总投资 1006.28 亿元。跟踪期内，由于在建铁路项目投资规模大，公司未来面临一定融资压力。

宁夏政府《关于加快推进铁路建设的若干意见》（宁政发〔2015〕90 号）文件明确了公司作为自治区铁路建设投融资和项目推进主体的重要身份。公司铁路建设的出资主体主要为宁夏铁投。“十三五”期间，宁夏自治区拟建铁路 10 条，宁夏境内里程 1190 公里、总投资 1006 亿元，其中公司负责筹措的资本金为 277 亿元。因此，铁路建设是公司“十三五”及今后较长时期需要完成的重点工作。

表 12　公司铁路项目建设计划情况(单位：公里、亿元、年)

序号	项目	宁夏境内全长	宁夏境内投资	资本金比例（地方:铁总）	宁夏需承担资本金	建设工期	建设期限	年度投资分配比例
1	银西高铁	183	225	3:7	79	5	2016—2020	2:3:2:2:1
2	吴忠至中卫城际铁路	135	149	7:3	52	4	2015—2018	1:3:3:3
3	中卫至兰州铁路	47	40	7:3	21	4	2018—2020	4:3:2:1
4	包银高铁	100	129	4:6	42	4	2018—2021	2:3:3:2
5	宝中铁路中卫至平凉段扩能改造	183	89	未确定	21	4	2018—2021	2:3:3:2

6	银川至巴彦浩特铁路	34	69	6:4	12	4	2018—2021	2:3:3:2
7	太中银银川至定边段扩能	183	100	未确定	15	3.5	2019—2022	2:3:3:2
8	环县至海原铁路	48	27	未确定	4	3.5	2019—2022	2:3:3:2
9	定西经固原至庆阳铁路	76	70	未确定	14	4	2020—2023	2:3:3:2
10	太中银中卫至定边段扩能	200	109	未确定	16	3	2020—2023	2:3:3:2
合计		**1190**	**1006**	--	**276**	--	--	--

注：1. 地方由宁夏铁投代为出资，铁总由其下属公司代为出资；2. 公司建设期限为预计时间，与实际建设期限有出入
资料来源：公司提供

公司目前的主要建设任务为石嘴山至固原城际铁路吴忠至中卫段（以下简称“吴忠至中卫城际铁路”）、银西高铁及中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）三条铁路。

吴忠至中卫城际铁路

吴忠至中卫城际铁路位于宁夏回族自治区吴忠和中卫两市。项目北起吴忠市，向南沿京藏高速经关马湖和滚泉，穿越牛首山丘陵区至中宁东设站，向西沿黄河南岸经宣和至中卫市设计终点，正线长约 135 公里，新建车站 3 个（滚泉站、中宁东站、中卫南站）和中卫南站存车场配套工程等。该项目由公司下属子公司宁夏铁投负责建设运营。城际铁路项目收益来自于包括票务收入、非票务收入（如广告、商业等）、沿线土地开发经营收入在内的收益。

吴忠至中卫城际铁路项目可研批复估算总投资为 149.10 亿元，初设批复概算总投资为 136.15 亿元。项目资金来源由资本金和建设资金贷款组成，其中资本金为 74.55 亿元。吴忠至中卫城际铁路引进社会资本参与铁路项目建设。2016 年 5 月通过 PPP 模式、经公开招标引入中铁建股份有限公司作为社会资本投资人，引入社会资本 22.37 亿元。

吴忠至中卫城际铁路先期试验段于 2015 年 10 月开工建设，于 2016 年 6 月全线开工建设。截至 2019 年底，吴忠至中卫城际铁路累计完成建设投资 130.00 亿元，完成总投资额的 95.48%。2019 年底，吴忠至中卫城际铁路正式开通运营。

银西高铁

银西高铁连接宁夏、甘肃及陕西三省（区），北端衔接包兰通道、太中银铁路；南端通过西安枢纽与郑西客专、西成客专等铁路联通，正线全长约 617 公里。其中，宁夏境内正线长 183 公里，全线预计于 2020 年通车。宁夏路段和甘肃路段由铁总牵头，宁夏铁投和甘铁投共同出资设立的银西铁路公司负责建设和运营。银西高铁项目估算总投资约为 823 亿元，项目资本金为总投资的 50%，除中央安排财政预算资金解决 40%（164 亿元）外，其余 246.9 亿元由中国国家铁路集团有限公司（以下简称“铁总”）、宁夏、甘肃、陕西人民政府共同出资。银西高铁在宁夏境内项目概算投资额 225 亿元（不含中央安排财政预算资金），资本金比例 50%，地方和铁总资本金出资比例为 7:3，由宁夏铁投代表宁夏政府出资约 79 亿元。

银西高铁先期试验段于 2015 年 12 月开工建设。截至 2019 年底，开工累计完成 189.20 亿元，银西铁路（宁夏段）站前工程线下主体工程已全部完成，宁夏段正线铺轨已全部完成。

中卫至兰州铁路

中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）项目全长 218 公里，设计速度 250 公里/小时，全线总投资 298 亿元。其中，宁夏境内 46 公里，投资估算 40.3 亿元。项目于 2017 年 6 月先期试验段开工，于 2018 年 8 月全线开工建设，预计于 2023 年建成通车。截至 2019 年底，中兰高铁（宁夏段）本年度累计完成 58249 万元，；开工累计完成投资 13.05 亿元，完成总投资的 32.00%。

包银高铁

新建包银高速铁路银川至惠农段位于宁夏回族自治区石嘴山市、银川市境内，线路于惠农区南侧新设惠农南站，经石嘴山市惠农区、

大武口区，自沙湖景区西侧约 2.6km 处通过，后沿包兰铁路东侧南行，接入在建银西高铁银川站高速场。线路建筑长度 100.56km。设计等级为客运专线，设计速度 250 公里/小时，建设总工期 4 年。

包银高速铁路银川至惠农段总投资 128.70 亿元，项目资本金为 90.10 亿元，外部融资 38.60 亿元。截至 2019 年 12 月底，已完成投资 3.00 亿元。

公司承建的吴忠至中卫城际铁路项目是未来京—呼—银—兰客运专线的组成部分，银西高铁银川至吴忠路段 2018 年建成后将和吴忠至中卫城际铁路连通，形成贯通银川—吴忠—中卫的高速铁路通道，在宁夏地区具有重要的地位。“十三五”末期，上述铁路线路与全国铁路主通道连通后，将把宁夏纳入全国高速铁路网，对推动地区经济长远发展具有重要意义。建设期内，公司将利用财政预算资金、国开发展基金、银行贷款等多种融资方式筹集资金。由于在建铁路项目投资规模大，公司未来面临一定融资压力。

7. 宁夏煤业公司

公司投资收益主要来自宁夏煤业公司的股权投资收益，其对营业利润贡献很大，因此宁夏煤业公司对公司盈利水平影响大。近年来，宁夏煤业公司推进煤炭、煤化工产业协调发展；2017 年以来，受煤炭外销比例下降的影响，宁夏煤业公司煤炭销售有所减少，但受煤化工板块收入大幅上升的影响，宁夏煤业公司营业收入持续增长。

2019 年，公司投资收益为 11.01 亿元，营业利润为 15.62 亿元。公司投资收益对营业利润贡献很大。同时，公司投资收益主要来自宁夏煤业公司（持股比例 49%）的股权投资收益，因此宁夏煤业公司对公司盈利水平影响大。宁夏煤业公司是公司子公司宁东铁路的主要客户，同时也是公司子公司西夏热电的主要原煤供应商，对公司铁路运输业务和发电供热业务影响较大。2019 年，公司与宁夏煤业公司关联交易规模 42844.16 万元，其中公司向宁夏煤业公司提供劳务规模 42814.77 万元。故以下单独对其营业状况进行分析。

宁夏煤业公司主营业务涉及煤炭生产和销售、煤化工和建筑等。2019 年宁夏煤业公司实现营业总收入 411.01 亿元。其中，煤炭业务收入 104.04 亿元，占营业总收入的 25.31%；煤化工业务实现收入 286.11 亿元，占营业总收入的 69.61%；建筑施工业务实现收入 11.09 亿元，占营业总收入的 2.70%；其他业务实现收入 9.77 亿元，占营业总收入的 2.38%。

截至 2019 年底，宁夏煤业公司资产总额 1328.10 亿元，所有者权益合计 400.22 亿元。2019 年，宁夏煤业公司实现营业收入和利润总额分别为 411.01 亿元和 28.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，宁夏煤业公司资产总额 1364.62 亿元，所有者权益合计 406.76 亿元。2020 年 1－3 月，宁夏煤业公司实现营业收入和利润总额分别为 72.66 亿元和 4.62 亿元。

煤炭生产

截至 2020 年 3 月底，宁夏煤业公司拥有 18 对生产矿井，洗煤厂 1 个，矿井设计生产能力 8585 万吨/年，目前生产能力 5860 万吨/年。宁夏煤业公司煤炭资源丰富，产品生产能力较强。

表 13 截至 2020 年 3 月底宁夏煤业公司主要下辖各矿井产能情况

矿井名称	设计生产能力（万吨/年）	目前生产能力（万吨/年）
金能煤业分公司	340	--
汝箕沟煤矿	90	--
白芨沟煤矿	160	160
大峰露天煤矿	95	--
红梁井煤矿	60	--
金凤煤矿	400	400
灵新煤矿	320	390
羊场湾煤矿	1200	950
枣泉煤矿	800	620
任家庄煤矿	360	300
清水营煤矿	500	--

梅花井煤矿	1200	950
红石湾分公司	60	110
石槽村煤矿	600	400
麦垛山煤矿	800	460
红柳煤矿	800	620
双马煤矿	400	400
金家渠煤矿筹建处	400	100
合计	**8585**	**5860**

注：金能煤业分公司和清水营煤矿处于停产阶段
资料来源：公司提供

2019 年，宁夏煤业公司的原煤实际产出量为 5810.69 万吨，煤炭业务规模优势突出。同期，成品煤销量为 2799.33 万吨。2019 年，宁夏煤业公司成品煤对外产销率有所下降，主要为内部销售，供给煤制油项目所致。价格方面，受煤炭销售均价受经济下行的影响，公司煤炭销售均价小幅下降，2019 年为 354.75 元/吨。2020 年 1—3 月的原煤产出量和成品煤销量分别为 1404.58 万吨和 703.36 万吨，分别为 2019 年全年水平的 24.17%和 25.13%；销售均价下降至 326.76 元/吨。

2019 年，宁夏煤业公司煤炭洗选加工能力 9040 万吨/年，2019 年入洗量 5633.83 万吨。

表 14　煤炭生产及对外销售情况

(单位：万吨、%、元/吨)

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
原煤实际产出	6366.00	6184.92	5810.69	1404.58
成品煤对外销量	4697.00	3229.67	2799.33	703.36
成品煤产销率	100.00	100.00	100.00	100.00
平均销售价格	350.20	375.03	354.75	326.76

注：成品煤产销量含对内销量
资料来源：公司提供

煤炭销售

宁夏煤业公司的煤炭产品包括动力煤、无烟筛选煤、无烟精煤、主焦煤和 1/3 焦精煤，产品主要供应电力、冶金以及石化企业。2019 年，宁夏煤业公司前五大客户占销售比重为 14.39%，主要用户包括神华国能宁夏煤电有限公司、神华国华宁东发电有限责任公司、河钢股份有限公司、宁夏国华宁东发电有限公司、宁夏电投西夏热电有限公司等，客户集中度较 2018 年有所下降；销售区域方面，宁夏煤业公司地处西北，除供应宁夏自治区内市场（2019 年销售比重为 90.58%）外，主要供给内蒙古、河北等区域（2018 年销售比重分别为 2.36%和 3.85%）。

宁夏煤业公司销售的商品煤主要是动力煤、焦精煤和无烟精煤等三大类。2019 年，宁夏煤业公司商品煤销量为 2799.33 万吨，销售收入为 104.04 亿元。由于宁夏煤业公司供给煤制油项目，2017 年以后，对外销量逐年下降。价格方面，2019 年，动力煤和无烟精煤销售价格有所回落，分别为 309.48 元/吨和 1059.00 元/吨。

表 15　宁夏煤业公司煤炭主要品种对外销售情况(单位：万吨、元/吨)

煤种	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
动力煤	4350.92	307.94	3003.88	325.69	2601.98	309.48	656.34	291.48
无烟精煤	338.77	892.07	197.74	1138.63	174.11	1059.00	40.07	941.04
无烟筛选煤	0.47	670.74	0.47	594.56	0.45	532.31	0.18	466.66
其它煤产品	6.35	367.38	27.58	148.14	22.79	138.92	6.77	107.60
合计	**4696.51**	**350.20**	**3229.67**	**373.99**	**2799.33**	**354.75**	**703.36**	**326.76**

注：价格为不含税价格
资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，宁夏煤业公司煤炭资源储量丰富，煤炭业务规模优势突出，此外其煤炭业务在宁夏地区处于垄断地位，煤炭业务整体竞争优势突出。

煤化工产业

目前宁夏煤业公司煤化工产品主要是聚丙

烯、聚甲醛、甲醇，同时副产混合芳烃、液化气、液氧、液氮、硫磺等。截至 2019 年底，在甲醇生产方面，宁夏煤业公司的两套甲醇项目装置设计生产能力 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。在烯烃生产方面，宁夏煤业公司有二套烯烃装置，分别为 50 万吨/年煤基烯烃装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置。宁夏煤业公司的 50 万吨/年煤基烯烃装置可生产中间产品甲醇 182.00 万吨/年，终端产品聚丙烯 47.60 万吨/年，同时产出副产品混合芳烃 19 万吨/年、LPG（液态燃料）6.20 万吨/年、硫磺 1.70 万吨/年。宁夏煤业公司另外还拥有 1 套 6 万吨/年聚甲醛装置。2019 年，宁夏煤业公司各煤化工产品产量稳定增长。同期，宁夏煤业公司甲醇产量为 170.80 万吨；聚丙烯产量为 149.20 万吨；混合芳烃产量为 38.12 万吨。

表 16　宁夏煤业公司煤化工产品产量(单位：万吨)

煤化工品种	2017 年	2018 年	2019 年
甲醇	97.55	125.70	170.80
聚丙烯	95.83	107.36	149.20
混合芳烃	42.98	41.22	38.12

资料来源：公司提供

销量方面，跟踪期内，宁夏煤业公司煤化工产品销量稳定。2019 年，宁夏煤业公司煤化工板块销售收入大幅增长至 286.11 亿元。销售价格方面，2019 年，宁夏煤业公司聚丙烯售价 7385.28 元/吨，销售价格有所下降；混合芳烃售价为 5415.19 元/吨，销售价格保持增长。跟踪期内，甲醇全部用于内部生产，未对外销售。

表 17　宁夏煤业公司煤化工销售情况(单位：万吨、元/吨)

品种	2017 年		2018 年		2019 年	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
聚丙烯	95.33	7279.03	107.33	8219.71	150.43	7385.28
混合芳烃	43.00	4377.60	40.89	4950.97	38.49	5415.19
液化石油气	12.64	3380.72	27.50	6518.71	40.69	3664.89

注：价格为不含税价格
资料来源：公司提供

8. 经营效率

公司在同业中公司经营效率指标偏低，整体经营效率有待提高。

2019 年公司的销售债权周转次数和存货周转次数分别为 3.25 次和 9.96 次；公司总资产周转率次数为 0.08 次。

同业对比方面，与河南投资集团有限公司和景德镇市国资运营投资控股集团有限公司相比，公司经营效率指标偏低。

表 18　2019 年同行业企业经营效率指标（单位：次）

项目	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	河南投资集团有限公司	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司
销售债权周转次数	3.25	4.06	4.07
存货周转次数	9.96	2.24	0.74
总资产周转次数	0.08	0.18	0.25

资料来源：联合资信整理

9. 未来发展

公司为地方国有资产管理运营平台，未来发展规划明确，目前在建项目投资规模大，面临较大资本支出压力。

发展规划

公司将以股权管理、融资服务、国有资本投资、资本运营和区属国有资产处置为主业，在自治区人民政府的支持下，通过持有和管理控股和参股公司的股权，搭建自治区级国有资产管理运营平台，通过债务融资等多种融资方式筹措资金解决自治区重点行业和重点项目的融资问题。同时，公司将通过债权投资与股权投资开展资本运作，整合资源，加大对投、融资金的管理，确保国有资产保值、增值。

公司将通过国有独资运营的优势，通过五年的运作，将公司发展成为一家集投资、股权管理、资产处置和国有股权保值增值功能为一体的大型地方国有独资控股集团，并通过集团的统一调配和资本运作，推动各控股参股公司的销售、利润、资产规模和资产质量实现跨越式增长。

重大在建投资项目

在建项目方面，公司现阶段投资项目主要包括中卫至兰州铁路项目以及吴忠至中卫城际铁路，计划总投资 176.42 亿元，截至 2019 年底，上述项目累计投入 146.05 亿元，尚需投资 30.37 亿元。

表 19　截至 2019 年底的重大在建项目情况(单位：亿元，%)

序号	项目名称	投资主体	项目总投资	建设周期	资本金	自有资金占比	剩余资金融资渠道	截至 2019 年 12 月底累计投入
1	中卫至兰州铁路	宁夏铁路投资有限责任公司 70%、兰州局集团公司 30%	40.27	2017.6-2022.6	29.90	72.43	银行借款等形式，由项目公司负责	13.05
2	吴忠至中卫城际铁路	宁夏铁路投资有限责任公司 40%、兰州局集团公司 30%、中国铁建股份有限公司 30%	136.15	2015.10-2019.9	74.55	54.76	银行借款等形式，由项目公司负责	130.00
3	包银高铁（银川至惠农）	宁夏铁路投资有限责任公司 47%、兰州局集团公司 53%	128.70	2019.10-2023.10	42.10	32.71	--	3.0
合计		--	**176.42**	--	**146.55**	--	--	**146.05**

资料来源：公司提供

八、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报告，信永中和会计师事务所有限公司对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2019 年，公司纳入合并范围的二级子公司 11 家，新纳入合并范围子公司 1 家，不再纳入合并范围子公司 1 家。2020 年 1－3 月，公司合并范围较 2019 年无变化。2019 年，考虑到新纳入合并范围的公司资产及净资产规模普遍相对较小，合并范围变化对公司影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 770.22 亿元，所有者权益合计 459.94 亿元（含少数股东权益 147.76 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 58.06 亿元，利润总额 14.55 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 782.07 亿元，所有者权益合计 466.17 亿元（含少数股东权益 148.68 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 14.76 亿元，利润总额 3.57 亿元。

2．资产质量

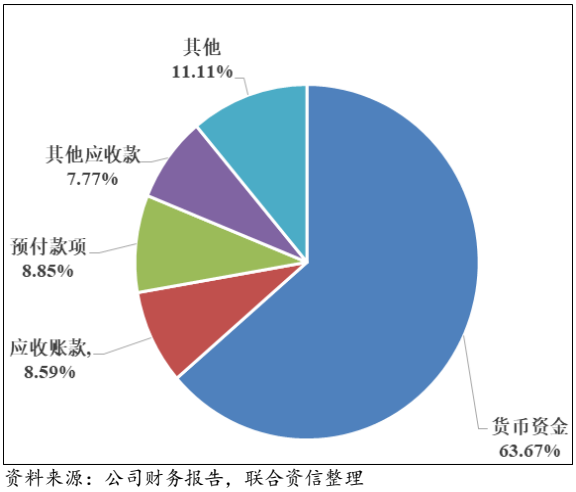
跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成以非流动资产为主。非流动资产中长期股权投资占比高，长期股权投资以宁夏煤业公司的股权投资为主。整体看，公司资产流动性弱，资产质量尚可。

截至2019年底，公司资产总额770.22亿元，较2018年底增长4.41%；其中，流动资产占18.81%、非流动资产占81.19%。公司资产以非流动资产为主，符合煤炭、铁路运输、发电供热、供水业务等行业的特性。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产144.85亿元，较2018年底下降6.73%，主要系货币资金下降所致；公司流动资产主要包括货币资金（占63.67%）、应收账款（占8.59%）、预付款项（占8.85%）和其他应收款合计（占7.77%）。

图8　截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司货币资金92.23亿元，较2018年底下降9.74%。其中，银行存款占99.29%。使用受限制的货币资金0.39亿元，其构成主要为保证金存款及定期存款。

截至2019年底，公司应收账款12.44亿元，较2018年底增长5.73%；应收账款欠款客户前5名金额合计占比42.72%，集中程度较高，其中，宁夏回族自治区电力公司欠款4.40亿元，占比28.98%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额7.49亿元，占比49.28%。其中，1年以内的占68.03%，1~2年的占11.99%，2~3年的占比5.28%，3年以上的占比14.70%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备2.76亿元，计提坏账比例为18.16%。整体看，公司应收账款质量较好。

表20　2019年底公司应收账款前五名客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	账面余额	占比
宁夏回族自治区电力公司	44042.51	28.98
神华宁夏煤业集团有限责任公司	6683.81	4.40
应收采暖费	6641.25	4.37
中国铁建大桥工程局集团有限公司	5498.16	3.62
海原县水务局	2050.90	1.35
合计	**64916.63**	**42.72**

资料来源：公司财务报告

2017－2019年，公司预付款项波动中快速增长，年均复合增长25.07%，主要是预付工程款增加所致等。截至2019年底，公司预付款项12.82亿元，较2018年底增长25.56%，主要是新增预付中国铁路兰州局集团公司银川工程建设指挥部工程款4.2亿元。从账龄来看，1年以内的占47.27%，1~2年的占1.67%，2~3年的占3.88%，3年以上的占47.18%。账龄超过1年的预付款项主要是预付资产购置款项，截至2019年底相关项目尚未完工。截至2019年底，公司预付款项计提坏账准备0.20亿元。预付对象前5名金额合计占比70.55%，集中程度较很高。

截至2019年底，公司其他应收款净额为11.26亿元，较2018年底下降23.78%，主要为政府拨款。欠款客户前5名（见表22）金额合计占比62.97%，集中度较高。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为10.59亿元，占比73.54%，计提坏账比例25.79%，计提较为充分；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额2.07亿元，占比14.38%，计提坏账比例14.35%，1年以内的占45.20%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备3.13亿元，计提坏账比例为21.77%。整体看，公司其他应收款安全性较好。

表21　2019年底公司其他应收款前五名客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	账面余额	占比	账龄
宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室（治河办）	40486.67	28.13	1~5年
宁夏回族自治区水利厅	26190.47	18.19	0~4年
宁夏国际饭店	11600.27	8.06	5年以上
宁夏房地产集团有限公司	7373.79	5.12	5年以上
宁夏房地产集团有限公司	5000.00	3.47	1~2年
合计	**90651.19**	**62.97**	--

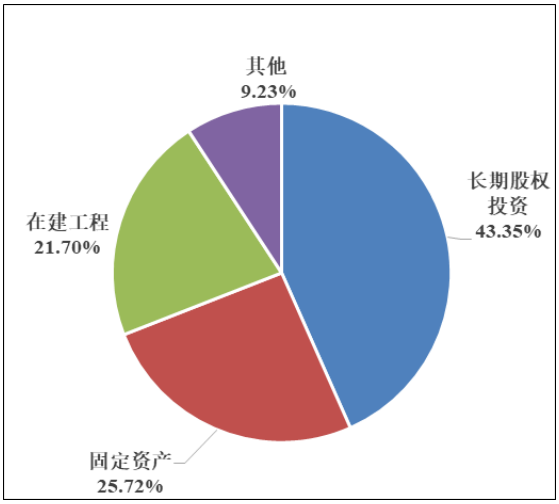
资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司存货 4.44 亿元，较 2018 年底下降 2.81%，以工程施工和原材料为主；公司累计计提存货跌价准备 0.37 亿元。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产625.38亿元，较2018年底增长7.37%，主要由长期股权投资（占43.35%）、固定资产（占25.72%）和在建工程（占21.70%）构成。

图9　截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司长期股权投资 271.10 亿元，较 2018 年底增长 4.67%。2019 年，公司对被投资企业按权益法确认投资收益共计 10.71 亿元。其中，宁夏煤业公司确认投资收益 10.46 亿元。截至 2019 年底，公司对联营企业宁夏煤业的长期股权投资为 186.70 亿元，占长期股权投资合计的 68.09%。2019 年，宁夏煤业公司实现营业收入 411.01 亿元，利润总额 28.10 亿元。总体看，公司股权投资质量尚可。

截至2019年底，公司固定资产净额为160.83亿元，较2018年底增长7.54%，主要系房屋及建筑物和机器设备增长所致；从固定资产账面价值看，房屋建筑物占62.35%，机器设备占33.57%。公司累计折旧54.92亿元，计提减值准备0.46亿元。

截至2019年底，公司在建工程为135.69亿元，较2018年底增长12.44%，增长主要来自新项目中卫至兰州铁路。截至2019年底，在建工程账面余额140.03亿元，计提减值准备4.34亿元。

截至2019年底，公司其他非流动资产合计18.49亿元，较2018年底下降3.92%，主要由融资平台拨付贷款本金、待抵扣进行税额和公益性生物资产构成。公司融资平台拨付贷款本金为公司下属子公司宁夏电投代为持有的工程项目资产[5]，在项目资金全部支付之前宁夏电投持有所有权，因此计入其他非流动资产科目。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 782.07 亿元，较 2019 年底增长 1.54%，保持稳定，主要是在建工程的增长。其中，流动资产占 19.43%、非流动资产占 80.57%，资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2019 年底，公司受限货币资金为 3922 万元，其余受限资产为收费权等，受限资产占比很低。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2019 年，公司所有者权益持续增长，权益构成中，实收资本不断增长且占比高，实收资本中货币出资占比低。权益构成中，少数股东权益占比较高，未分配利润持续为负，公司所有者权益质量一般。

截至2019年底，公司所有者权益459.94亿元，较2018年底增长5.87%，主要系实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益增长所致。

截至2019年底，公司实收资本300.00亿元，较2018年底增加7.00亿元，占所有者权益65.23%。实收资本中，货币出资为80.61亿元，

[5]宁夏回族自治区人民政府与国家开发银行签署的《开发性金融合作协议》，依据融资领导小组宁开贷〔2005〕4号文件《关于印发自治区利用国家开发银行政府信用贷款领导小组有关工作办法的通知》的规定，宁夏电投作为借款主体负责政府信用融资过程中向国家开发银行宁夏分行提出借款申请、签订借款合同等涉及借款主体的工作，以及政府信用贷款资金的拨付、本息的归集、偿还及资金等会计核算，按工作办法要求，业务单独设立账薄核算，资金实行封闭运行，宁夏电投不承担还本付息责任。在项目资金全部支付之前由公司持有所有权。随着部分项目资金足额支付、项目所有权完成移交工作，公司其他非流动资产逐年减少，未来公司不再进行该类项目融资。

占26.87%。

截至2019年底，公司资本公积13.03亿元，较2018年底增加7.42亿元，主要系其他资本公积增长所致。

2019年，公司未分配利润为-4.49亿元，较2018年底增加5.67亿元，随着盈利的增长，未弥补亏损大幅下降。

2019年，公司少数股东权益为147.76亿元，在所有者权益中占比32.13%，较为稳定。

截至2020年3月底，公司所有者权益466.17亿元，较2019年底增长1.35%，主要来自资本公积和未分配利润的增加，所有者权益构成较2019年底无显著变化。

负债

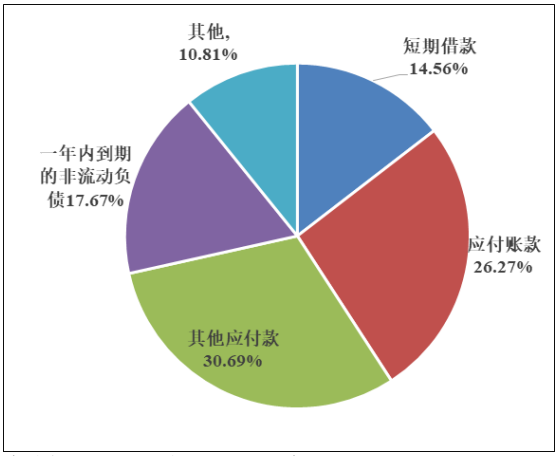
2019年，公司有息债务规模及负债总额有所增长，但公司整体债务负担仍较轻。

截至2019年底，公司负债总额为310.28亿元，较2018年底增长2.30%，增长主要来自长期应付款；负债结构中，流动负债占25.57%，非流动负债占74.43%。

流动负债

截至2019年底，公司流动负债合计79.34亿元，较2018年底下降9.68%，主要系应付账款和应付股利减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占14.56%）、应付账款（占26.27%）、其他应付款（占30.69%）和一年内到期的非流动负债（占17.67%）构成。

图 10　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司短期借款11.55亿元，较2018年底增长47.01%，主要由保证借款、质押借款和信用借款组成。

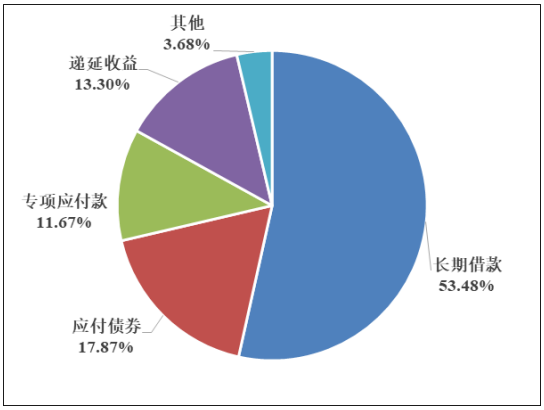
截至2019年底，公司应付账款20.84亿元，较2018年底下降21.12%，主要为支付一些应付工程款及设备款所致。按账龄来看，1年内的占比67.03%，1—2年的占比14.93%，2年以上的占比18.04%，整体账龄尚可。

截至2019年底，公司其他应付款24.89亿元，较2018年底下降4.83%，主要为股权转让款、保证金及押金和其他单位往来款等。截至2019年底，账龄超过1年的其他应付款中，受让股权应付款合计15.43亿元[6]，其中，应付宁夏煤业公司11.72亿元。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债合计230.94 亿元，较 2018 年底增长 7.19%，主要系长期应付款增加所致。其构成主要包括长期借款（占 53.48%）、应付债券（占 17.87%）、长期应付款（合计）（占 14.69%）和递延收益（占13.30%）。

图 11　截至 2019 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司长期借款为123.52亿元，较2018年底增长1.43%，主要由保证借款、信用借款和融资平台专项借款构成。

截至2019年底，应付债券余额为41.26亿元，详见表23。

[6] 2013 年 7 月，公司向宁夏煤业公司和中国神华能源股份有限公司收购宁东铁路 29.24%的股权，应付股权转让款合计 14.74 亿元

表22　截至2019年底公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	到期日期	期限	账面余额
17 宁夏国资 MTN001	10.00	2020/9/5	3 年	10.00
18 宁资 01	5.00	2021/7/5	3 年	5.00
19 宁夏国资 MTN001	5.00	2022/5/7	3 年	5.14
19 宁夏国资 CP001	4.00	2020/8/21	1 年	4.05
19 宁夏国资 SCP003	10.00	2020/2/3	270 天	10.22
19 宁夏国资 SCP004	2.50	2020/4/24	270 天	2.53
19 宁夏国资 SCP005	2.00	2020/6/21	270 天	2.02
19 宁夏国资 SCP006	2.30	2020/7/4	270 天	2.32
合计	**37.50**	--	--	**41.26**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司专项应付款为 26.95 亿元，较 2018 年底大幅增长 47.09%，主要为宁夏中南部城乡饮水安全连通工程及工业企业贷款风险补偿金等。

2019 年，公司递延收益为 30.71 亿元，较 2018 年底下降 0.21%，主要为政府补助。

从债务结构看，截至 2019 年底，按照公司债务经济实质进行相应调整（即将公司应付债券中的短期融资券调整至短期债务，长期应付款中的融资租赁和售后回租费用调整至长期债务），公司全部债务 198.25 亿元，较 2018 年底增长 4.10%。其中，短期债务 58.59 亿元（占 29.55%），长期债务 139.66 亿元（占 70.45%）。公司全部债务中，长期融资平台专项借款为 37.22 亿元，全部为宁夏电投代政府管理、建设的工程项目产生的融资平台借款，该借款本金和利息由宁夏政府以专项资金进行偿还、封闭运作，宁夏电投不承担还本付息的责任。

表 23　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
短期债务	34.73	48.73	58.59	58.51
长期债务	114.99	141.70	139.66	146.11
全部债务	149.72	190.43	198.25	204.62
长期债务资本化比率	24.13	24.60	23.29	23.86
全部债务资本化比率	29.28	30.48	30.12	30.50
资产负债率	41.83	41.11	40.28	40.39

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 24　截至 2020 年 3 月底公司有息债务到期期限分布

还款期限	金额（亿元）	占比
1 年以内	58.51	28.59
1~2 年	10.58	5.17
2~3 年	14.92	7.29
3 年以上	120.62	58.95
合　计	204.62	100.00

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.28%、30.12%和23.29%，较2018年底分别下降0.83个百分点、0.36个百分点和1.30个百分点。整体来看，公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 315.90 亿元。其中，非流动负债占比 75.24%，仍以非流动负债为主，负债结构基本无变化；公司调整后全部债务 204.62 亿元，较 2019 年底保持稳定。其中，短期债务 58.51 亿元（占 28.59%），长期债务 146.11 亿元（占 71.41%）；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.39%、30.50%和 23.86%，相比于 2019 年底无明显变化。从表 25 看，公司未来一年内到期的有息债务金额 58.51 亿元，占全部债务的 28.59%，公司有一定的集中偿付压力。

4．盈利能力

2019 年，公司营业利润率有所增长；利润总额对投资收益依赖程度高，主要来自宁夏煤业公司。从指标看，公司目前整体盈利能力较弱。

2019 年，公司实现营业收入 58.06 亿元，同比增长 17.15%，主要系宁夏电投收入及宁夏水投水利工程收入增长所致。2019 年，公司营业成本 44.82 亿元，同比增长 12.90%，营业利润率为 21.25%，较上年增长 2.76 个百分点。

2019 年，公司期间费用占营业收入比重为 12.85%，同比下降 1.90 个百分点。2019 年，公

司期间费用为 7.46 亿元，同比增长 2.07%，销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.47 亿元、3.99 亿元、2.94 亿元，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。公司期间费用控制能力尚可。

2019 年，公司投资收益 11.01 亿元，在营业利润中占比为 70.53%，对公司盈利水平影响很大。公司投资收益主要来自于对参股公司宁夏煤业公司的长期股权投资收益，该投资收益按照权益法核算。2019 年，公司来自宁夏煤业公司的长期股权投资收益为 10.46 亿元。

2019 年，公司营业外收入大幅下降 1.65 亿元至 0.11 亿元。2018 年，公司营业外收入主要包括三级子公司昊凯公司股东凯发公司放弃债权转入 14879 万元、集团本部收西北证券公司破产财产分配款 59.06 万元以及银川热电公司收到灰渣场补偿款 1592.80 万元。2019 年，公司营业外收入主要为违约赔偿收入。

2019 年，公司利润总额为 14.55 亿元，同比增长 11.41%，主要是公司营业收入增长所致。

从盈利指标来看， 2019 年，公司营业利润率 21.25%；受净利润增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率有所上升，2019 年分别为 2.75%和 2.87%。总体而言，公司整体盈利水平仍较低。

2020 年 1－3 月，公司营业收入为 14.76 亿元；投资收益为 1.66 亿元；利润总额为 3.57 亿元；营业利润率为 24.55%，较 2019 年有所上升。

表 25　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
营业收入	42.71	49.56	58.06	14.76
营业外收入	0.11	1.76	0.11	0.69
利润总额	10.14	13.06	14.55	3.57
营业利润率	16.57	18.50	21.25	24.55
总资本收益率	2.59	2.67	2.75	--
净资产收益率	2.55	2.78	2.87	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5．现金流分析

2019 年，公司经营活动现金流持续保持较高的净流入，但受铁路建设投资规模大的影响，公司投资现金流出量大，经营现金净流量及投资现金流入无法完全覆盖投资支出，对外存在较大的融资压力。

从经营活动来看， 2019年，公司经营活动现金流入量和流出量分别同比增长60.36%和66.28%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金、收到其他与经营活动相关的现金和购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2019年公司经营活动产生的现金净流量为13.70亿元。2019年公司现金收入为98.55%，同比增长7.88百分点，公司现金收入质量一般。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为12.65亿元，同比增长22.70%，主要系取得投资收益收到的现金增长所致。同期，公司投资活动现金流出量为51.78亿元，同比下降8.77%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金构成。2019年公司投资活动产生的现金流量净额为-39.13亿元。

2019年，公司筹资活动前现金流量净额-25.43亿元，经营活动现金流入无法满足投资活动现金支出需求，对外筹资压力仍较大。

从筹资活动来看，2019年，公司主要通过银行借款、发行债券的方式进行筹资，公司筹资活动产生的现金流量净额15.49亿元。

2020年1－3月，公司经营活动产生的现金流入为16.14亿元。同期，公司现金收入比为85.16%，较2019年有所下降。公司经营活动产生的现金流量净额0.26亿元；投资活动产生的现金流量净额为-6.52亿元；筹资活动产生的现金流量净额为9.69亿元。

表26　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	45.29	50.49	80.96	16.14
经营活动现金流出小计	33.16	40.45	67.26	15.88
销售商品、提供劳务收到的现金	41.13	44.78	56.79	12.57
购买商品、接受劳	22.20	25.55	36.45	9.90

务支付的现金				
经营活动产生的现金流量净额	12.14	10.04	13.70	0.26
投资活动现金流入小计	14.92	10.31	12.65	0.97
投资活动现金流出小计	123.67	56.76	51.78	7.48
投资活动产生的现金流量净额	-108.75	-46.45	-39.13	-6.52
筹资活动前现金流量净额	-96.61	-36.41	-25.43	-6.26
筹资活动现金流入小计	105.90	171.91	91.25	28.98
筹资活动现金流出小计	39.88	79.11	75.76	19.29
筹资活动产生的现金流量净额	66.02	92.80	15.49	9.69

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

6．偿债能力

公司短期偿债能力强，但EBITDA对全部债务保障能力尚可；考虑到公司股东的支持力度大和公司在当地的地位较高，公司实际偿债能力优于债务指标数值。

从短期偿债能力指标看，2017－2019年，公司流动比率和速动比率持续增长，截至2019年底，公司流动比率、速动比率分别为182.57%和176.98%。截至2020年3月底，流动比率、速动比率分别为194.31%和190.77%，较2019年底明显上升。2019年，公司经营现金流动负债比为17.27%。截至2020年3月底，公司现金类资产为102.71亿元，是短期债务的1.76倍。总体来看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2019年，公司的EBITDA为27.78亿元；公司全部债务/EBITDA为7.14倍，指标值一般；EBITDA利息保护倍数为4.02倍，EBITDA对本息的覆盖能力尚可。

截至2020年3月底，公司提供对外担保共计0.30亿元，对外担保比率0.064%。目前被担保公司经营正常且担保额度较小，公司或有负债风险相对较低。

截至2019年底，主要合作银行给予公司的授信总额度为人民币626.00亿元，已使用额度为159.95亿元，未使用额度466.05亿元，公司间接融资渠道畅通。

7．同业对比

同业对比方面，相比于同为地方资本运营公司的河南投资集团有限公司和景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司，公司收入规模较小，资产规模和盈利能力处于中间水平，财务杠杆较低。

表27　2019年同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	河南投资集团有限公司	景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
资产总额	770.22	1724.32	716.81
所有者权益	459.94	530.21	289.15
资产负债率	40.28	69.25	59.66
营业收入	58.06	293.81	164.64
利润总额	14.55	31.12	6.09
营业利润率	21.25	32.98	12.76
全部债务	198.25	753.76	337.88
全部债务资本化比率	30.12	60.70	53.89

资料来源：联合资信整理

8．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1064010400372830S），截至2020年5月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

9．母公司财务分析

跟踪期内，母公司营业收入规模小，盈利主要来自投资收益，受被投资企业影响较大；母公司资产以非流动资产为主，主要为长期股权投资；母公司债务负担较轻；受铁路项目建设需求的影响，母公司有较大的筹资压力。母公司财务实力一般。

截至2019年底，母公司资产总额为419.23亿元，较年初增长14.37%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占18.30%，非流动资产占81.70%，其中货币资金和长期股权投资占比较大，2019年底分别为47.78亿元和337.45亿元。截至2020年3月底，母公司口径资产合计405.61亿元，较2019年底下降3.25%，主要由于货币资

金下降所致。

截至2019年底，母公司所有者权益合计321.38亿元，较上年底增长4.85%，主要系实收资本和资本公积增加所致；母公司所有者权益主要由实收资本构成。截至2020年3月底，母公司所有者权益合计325.16亿元，较2019年底增长1.18%，主要系资本公积增加所致。

截至2019年底，母公司负债总额97.86亿元，较上年底增长62.96%。母公司负债中流动负债占55.54%，非流动负债占44.46%，流动负债占比较高。流动负债以其他应付款为主，非流动负债以长期借款为主。截至2019年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为23.34%、11.82%和11.38%。

截至2020年3月底，母公司负债总额80.44亿元，较2019年底下降17.79%，主要系长期借款及其他应付款下降所致。母公司负债中流动负债占比下降至42.44%，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为19.83%、11.76%和11.32%。整体看，母公司债务负担较轻。

2019年，母公司营业收入为2165.06万元，规模较小。同期，母公司营业成本为80.16万元；母公司财务费用为-1.01亿元；母公司投资收益为10.85亿元，受益于较大规模的投资收益，母公司实现净利润为11.03亿元，母公司盈利能力弱。2020年1－3月，母公司营业收入为390.11万元，投资收益为1.66亿元。母公司实现净利润1.71亿元。

2019年，母公司经营活动现金流净额为17.64亿元，投资活动现金流净额为-38.87亿元，筹资活动前现金流量净额为-20.73亿元。母公司仍存在较大的筹资压力。

10．抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

11．未决诉讼

截至 2019 年底，公司未决的重大诉讼情况：2019 年 6 月 19 日，马建华、时红向银川市中级人民法院提出诉讼，要求公司下属企业电投集团返还股权转让款 2625.00 万元及按照年利率 6%计算支付资金占用费 1128.75 万元。法院尚未作出判决。

由于诉讼金额较小，故该事项对公司持续经营不会产生重大不利影响。

九、存续债券偿还能力分析

公司剔除受限后现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。

截至本次报告出具日，公司存续期内的债券如表28所示，其中委托联合资信所评债券合计35.70亿元；一年内到期债券余额和公司待偿付债券余额峰值合计均为31.10亿元。

表28　截至2020年6月底公司应付债券情况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	到期日期	期限	账面余额
20 宁夏国资 MTN003	13.00	2023/6/11	3	13.00
20 宁夏国资 MTN002	6.00	2023/4/30	3	6.00
20 宁夏国资 MTN001	1.70	2023/2/5	3	1.70
19 宁夏国资 MTN001	5.00	2022/5/9	3	5.00
18 宁资 01	5.00	2021/7/9	3	5.00
20 宁夏国资 SCP005	2.30	2021/2/23	266 天	2.30
20 宁夏国资 SCP003	2.50	2021/1/15	266 天	2.50
20 宁夏国资 SCP004	1.80	2020/11/19	207 天	1.80
20 宁夏国资 SCP002	2.70	2020/11/1	266 天	2.70
20 宁夏国资 SCP001	5.50	2020/10/11	266 天	5.50
17 宁夏国资 MTN001	10.00	2020/9/5	3	10.00
19 宁夏国资 CP001	4.00	2020/8/22	360 天	4.00
19 宁夏国资 SCP006	2.30	2020/7/6	266 天	2.30
合计	**61.80**	--	--	**61.80**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司剔除受限后现金类资

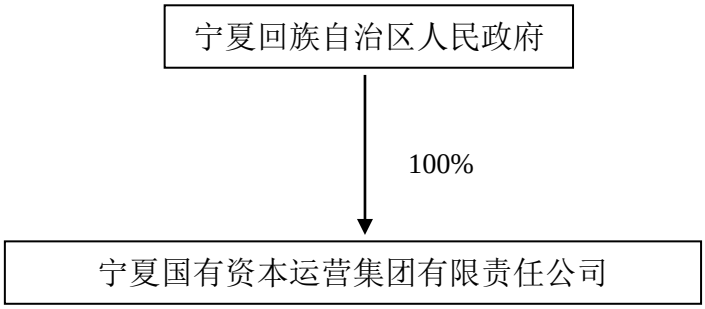
产97.67亿元，为一年内待偿还债券余额的3.14倍；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为一年内待偿还债券余额的2.60倍和0.44倍。

2019年，公司EBITDA为27.78亿元，为委托联合资信所评债券余额的0.79倍；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为委托联合资信所评债券余额的2.27倍和0.38倍。

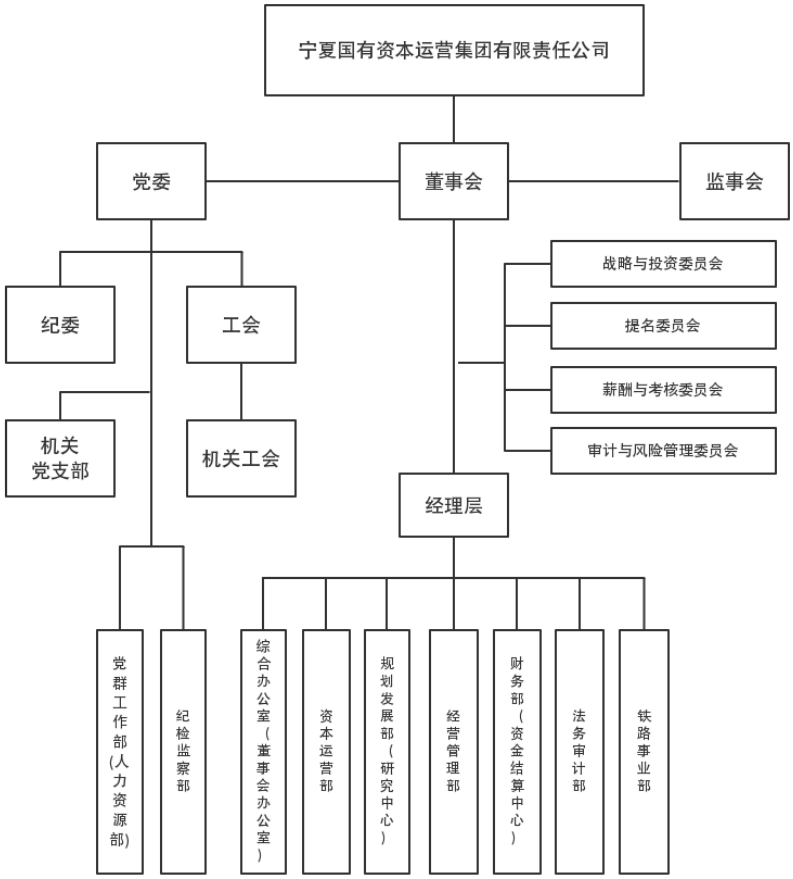
十、结论

综合评估，联合资信确定维持宁夏国有资本运营集团有限责任公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 宁夏国资 MTN001”“19 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN002”和“20 宁夏国资 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底，公司合并报表范围内的子公司

公司	业务性质	注册资本（万元）	持股比例
宁夏西部创业股份有限公司	铁路运输业、酒精及饮料酒制造业	145837.47	29.47
宁夏中煤实业有限公司	煤炭批发经营、煤矿机械、化工原料	10000	100
宁夏电力投资集团有限公司	电力及相关产业的投资和经营	100000	100
宁夏水务投资集团有限公司	从事水利水电、水源、供排水、城乡污水处理、水源地及湿地等水生态环境整治、土地储备与开发、风电及太阳能等能源类开发利用项目的投融资、建设、运营管理和与之相关的旅游开发	114126.47	100
宁夏煤炭勘察工程有限公司	固体、气体矿产资源勘查；水文地质、工程地质、环境地质勘查；石油、天然气、煤层气、地热水井、水源钻井以及固体矿产和水源地勘探钻井工程；地基与基础工程；工程勘察；地质灾害治理工程评估、勘察、设计与施工等	5000	100
宁夏共赢投资有限责任公司	高新材料、节能材料、建筑材料、建筑施工、房地产开发、生物医药等实业投资，股权投资、证券投资，投资管理，管理咨询、财务咨询，技术服务，房屋、设施、设备租赁	16830.72	100
宁夏铁路投资有限责任公司	铁路投资	2070000	72.46
国运租赁（天津）股份有限公司	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询；兼营主营业务相关的商业保理业务	20000	100.00
宁夏高铁综合开发有限责任公司	铁路、市政基础设施及其他相关项目的投资、建设、开发、运营和管理；土地综合开发	10000	100.00
宁夏再担保集团有限公司	从事融资性担保业务、再担保业务，债券、短期融资券、中期票据发行担保，信托产品发行担保，再担保体系内的联合担保业务；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务等	120355	65.67
宁夏国运基金管理有限责任公司	投资管理、资产管理、私募基金管理、股权投资、创业投资、投资咨询及财务顾问	10000	100

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	51.35	108.49	98.06	102.71
资产总额（亿元）	621.70	737.72	770.22	782.07
所有者权益合计（亿元）	361.63	434.43	459.94	466.17
短期债务（亿元）	34.73	48.73	58.59	58.51
长期债务（亿元）	114.99	141.70	139.66	146.11
全部债务（亿元）	149.72	190.43	198.25	204.62
营业收入（亿元）	42.71	49.56	58.06	14.76
利润总额（亿元）	10.14	13.06	14.55	3.57
EBITDA（亿元）	20.52	25.35	27.78	-
经营性净现金流（亿元）	12.14	10.04	13.70	0.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.67	3.36	3.25	--
存货周转次数（次）	12.17	11.05	9.96	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.07	0.08	--
现金收入比（%）	96.31	90.68	98.55	85.16
营业利润率（%）	16.57	18.50	21.25	24.55
总资本收益率（%）	2.59	2.67	2.75	--
净资产收益率（%）	2.55	2.78	2.87	--
长期债务资本化比率（%）	24.13	24.60	23.29	23.86
全部债务资本化比率（%）	29.28	30.48	30.12	30.50
资产负债率（%）	41.83	41.11	40.28	40.39
流动比率（%）	86.56	176.80	182.57	194.31
速动比率（%）	83.94	171.61	176.98	190.77
经营现金流动负债比（%）	12.12	11.43	17.27	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	4.05	4.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.30	7.51	7.14	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；将应付债券中的短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁和售后回租费用计入长期债务，2020 年一季度未作调整

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

财务数据	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	9.60	60.91	47.78	32.56
资产总额（亿元）	297.23	366.56	419.23	405.61
所有者权益合计（亿元）	252.41	306.52	321.38	325.16
短期债务（亿元）	15.00	1.80	1.80	1.80
长期债务（亿元）	10.16	37.92	41.26	41.52
全部债务（亿元）	25.16	39.72	43.06	43.32
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.22	0.04
利润总额（亿元）	13.50	10.28	11.29	1.73
EBITDA（亿元）	27.41	28.28	12.27	-
经营性净现金流（亿元）	0.44	0.50	17.64	0.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	58.52	0.00
营业利润率（%）	-614.84	-137.53	94.18	93.38
总资本收益率（%）	9.83	8.12	3.29	--
净资产收益率（%）	5.29	3.30	3.43	--
长期债务资本化比率（%）	3.87	11.01	11.38	11.32
全部债务资本化比率（%）	9.06	11.47	11.82	11.76
资产负债率（%）	15.08	16.38	23.34	19.83
流动比率（%）	55.38	312.21	141.17	180.16
速动比率（%）	55.38	312.21	141.17	180.16
经营现金流动负债比（%）	1.26	2.24	32.46	1.83
EBITDA 利息倍数（倍）	1.92	1.52	12.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.92	1.40	3.51	--

注：母公司 2020 年一季度财务报表未经审计；集团提供母公司。。。。。

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变